



Corporate
Finance Theory

公司金融理论

韩 丹◎主编



陕西师范大学出版总社

■ 陕西师范大学优秀研究

Corporate Finance Theory
公司金融理论

主 编 韩 丹

副主编 王 蕾 任海云



陕西师范大学出版总社

图书代号 JC16N0333

图书在版编目(CIP)数据

公司金融理论 / 韩丹主编. —西安: 陕西师范大学出版总社有限公司, 2016.4
ISBN 978-7-5613-8462-6

I. ①公… II. ①韩… III. ①公司—金融学
IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 092781 号

公司金融理论

GONGSI JINRONG LILUN

韩 丹 主编

责任编辑 / 张俊胜 李 恒

责任校对 / 李 恒

封面设计 / 鼎新设计

出版发行 / 陕西师范大学出版总社

(西安市长安南路 199 号 邮编 710062)

网 址 / <http://www.snupg.com>

经 销 / 新华书店

印 刷 / 北京京华虎彩印刷有限公司

开 本 / 787mm × 960mm 1/16

印 张 / 18

字 数 / 295 千

版 次 / 2016 年 4 月第 1 版

印 次 / 2016 年 4 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5613-8462-6

定 价 / 38.00 元

读者购书、书店添货或发现印装质量问题,请与本社高教出版中心联系、调换。
电话:(029)85307826 (传真):(029)85303622

前 言

20 世纪 50 年代之前,公司金融仅以案例进行教学与研究,公司金融理论发展远远滞后于金融实践。1958 年,MM 理论的提出奠定了现代公司金融理论的研究基础,此后公司金融理论迅猛发展产生了许多里程碑式的经典理论。本教材从传统公司金融理论出发,系统地介绍了公司金融理论的基本知识,以及中国公司金融理论的实证研究,让学生在学习公司金融理论知识的同时,可以更好地结合我国国情运用所学知识。

本教材包括六章内容,从传统公司金融理论角度研究企业的融资、投资、收益分配以及与之相关的问题。本教材主要特色是在中国公司金融理论的实证研究之外涵盖了国内外公司金融理论的研究现状以及相关的经典案例,让学生在学习理论知识的同时,用生动的案例了解经济学规律。

本教材适用于高等院校金融学、管理学、经济学等专业的硕士研究生以及 MBA 学生,本教材在介绍理论知识的同时,又涵盖国内外学者对公司金融理论的研究综述,让学生了解国内外学者对公司金融理论的研究现状,为学生日后进行科研工作提供便利。

教材编写及分工如下:韩丹编写第一、三、四章;王蕾编写第二章;第五、六章由王蕾与任海云共同编写完成。本书由韩丹任主编,王蕾任副主编。咎梦莹负责校稿,最后由韩丹负责通读定稿。

在本教材的编写过程中,咎梦莹、柴小敏、赵晓莉、王彤、龚瑗玮、张兵和马英楷等参与了资料的搜索整理,感谢他们的努力工作。同时,得到了陕西师范大学研究生院、陕西师范大学出版总社、陕西师范大学国际商学院的关心和支持,在此一并表示感谢。

本教材在编写过程中,参阅了大量国内外文献和资料,听取了多方意见,但难免会出现疏漏与不妥之处,恳请读者批评指正。

目 录

Contents

第一章 公司金融学导论	(1)
1.1 公司金融概述	(1)
1.1.1 公司的定义及其分类	(2)
1.1.2 公司金融学的定义及其研究内容	(6)
1.2 公司金融理论发展脉络	(8)
1.2.1 传统公司金融理论的发展过程	(8)
1.2.2 行为公司金融理论的兴起	(11)
1.2.3 传统金融理论与行为金融理论的比较	(14)
1.3 公司金融理论在我国的研究现状	(16)
1.3.1 西方经典公司金融理论在我国研究的现状	(16)
1.3.2 行为公司金融理论在我国研究的现状	(17)
第二章 公司治理理论与基本问题	(19)
2.1 公司治理结构	(19)
2.1.1 所有权与控制权的分离	(19)
2.1.2 内部治理结构	(20)
2.1.3 外部治理结构	(25)
2.2 公司治理理论	(29)
2.2.1 两权分离理论	(29)

2.2.2 管理层激励	(32)
2.2.3 公司治理结构理论	(33)
2.2.4 公司治理机制	(40)
2.3 公司治理的实证研究	(41)
2.3.1 公司治理结构与终极控制权	(41)
2.3.2 绩效薪酬与高管激励	(43)
2.3.3 股东价值与利益相关者群体	(44)
2.3.4 产权制度与公司治理	(46)
2.3.5 CEO 激励与盈余管理	(47)
2.4 中国公司治理的现状与研究问题	(50)
2.4.1 中国公司治理的演变	(50)
2.4.2 中国公司治理的法律环境	(56)
2.4.3 中国公司治理的研究问题	(57)
2.5 案例分析	(58)
第三章 公司融资理论与创新融资方式	(69)
3.1 公司融资方式	(70)
3.1.1 股权融资方式	(70)
3.1.2 债务融资方式	(71)
3.1.3 混合融资方式	(73)
3.2 公司融资理论	(75)
3.2.1 首次公开发行(IPO)理论	(75)
3.2.2 上市公司股权再融资理论	(87)
3.2.3 债务性融资理论	(95)
3.2.4 可转债发行理论	(97)
3.3 中国公司融资的实证研究	(101)
3.3.1 IPO 发行之谜	(101)
3.3.2 股权再融资对公司业绩的影响	(105)
3.3.3 可转债发行动机及发行效应的实证研究	(107)
3.3.4 贷款能力的决定因素	(109)

3.3.5 管理者风险厌恶与公司融资决策	(111)
3.4 中国创新性融资选择	(113)
3.4.1 项目融资	(113)
3.4.2 国际贸易融资	(115)
3.4.3 委托理财融资	(116)
3.4.4 互保贷款融资	(119)
3.4.5 国债回购	(121)
3.5 案例分析	(125)
第四章 资本结构与资本成本	(134)
4.1 资本结构理论	(134)
4.1.1 MM 理论	(135)
4.1.2 权衡理论	(136)
4.1.3 委托代理理论	(138)
4.1.4 非对称信息理论	(140)
4.1.5 控制权理论	(141)
4.2 资本成本分析	(142)
4.2.1 资本成本	(142)
4.2.2 代理成本	(144)
4.2.3 其他金融工具对资本成本的影响	(145)
4.2.4 资本成本估算模型	(146)
4.3 资本结构实证研究	(147)
4.3.1 优序融资理论	(147)
4.3.2 负债税盾	(150)
4.3.3 资本结构影响因素	(151)
4.4 中国上市公司的资本结构问题	(155)
4.4.1 中国上市公司资本结构现状	(155)
4.4.2 公司如何决定最优资本结构	(157)
4.5 案例分析	(158)

第五章 公司投资理论与不对称信息下投资分析	(169)
5.1 公司投资方式	(169)
5.1.1 内部投资	(170)
5.1.2 外部投资	(171)
5.1.3 资产组合的金字塔结构	(171)
5.2 公司投资理论	(174)
5.2.1 投资组合理论	(174)
5.2.2 资本资产定价模型	(185)
5.2.3 套利定价理论	(189)
5.3 公司投资实证	(193)
5.3.1 管理者过度自信与公司投资决策	(193)
5.3.2 实物期权定价	(195)
5.3.3 投资决策中的个人偏好分离	(197)
5.4 案例分析	(199)
第六章 股利政策理论与我国半强制股利分配实践	(207)
6.1 股利政策综述	(207)
6.1.1 影响股利政策的因素	(208)
6.1.2 股利政策类型	(210)
6.2 股利政策理论	(214)
6.2.1 MM 股利不相关理论	(214)
6.2.2 股利相关理论	(221)
6.2.3 现代(最优)股利政策理论	(225)
6.3 上市公司股利政策实证研究	(240)
6.3.1 股利变化传递的信号分析	(240)
6.3.2 上市公司股利支付率的确定和股利分配形式的选择	(243)
6.4 中国股利政策演进及发展	(245)
6.4.1 中国股利政策演进	(245)
6.4.2 中国股利政策发展趋势分析	(248)
6.5 案例分析	(250)
参考文献	(265)

第一章

公司金融学导论

公司金融学(Corporation Finance)又称公司财务学。斯蒂芬·A. 罗斯(Stephen A. Ross)的著作《Corporate Finance》中指出,公司金融包括价值和资本预算、风险、资本结构和股利政策、长期融资、期权与公司理财、短期财务、收购与兼并和财务困境等内容。布雷利(Brealey)和梅耶斯(Myers)等的《Fundamentals of Corporate Finance》中指出,公司金融主要包括价值、风险、融资、股利政策和资本结构、财务计划等。这两本著作的内容体系大体相同,其涵盖的内容可以归纳为价值评估与资产选择、风险管理、资本结构、财务分析与预算四个部分。美国财务学家托马斯·E. 科普兰(Thomas E. Copeland)、J. 弗雷德·温斯顿(J. Fred Weston)等编著的《Financial Theory and Corporate Policy》,该书第三版在2003年引入国内时译为《财务理论与公司政策》,2007年的第四版则被译为《金融理论与公司政策》。由于“finance”这个单词包含了金融和财务这两个概念,所以也有人将Corporation Finance翻译为“公司财务学”。在传统的研究里,人们对金融学的理解更偏向于宏观的货币银行学,但是公司金融学主要关注的是企业的融资、投资、上市和兼并等决策及其对企业市场价值的影响,在中国惯称为企业的资本运作,公司的每一项决策都与此有关。因此,本章主要介绍公司 and 公司金融的概念,揭示公司金融学的研究内容,对公司金融理论的发展进行梳理,以及公司金融理论在我国的研究现状。

1.1 公司金融概述

公司金融学本身就是一个复杂的、不断演进的过程。它既涉及公司金融决

策,又离不开财务成果的呈报与披露;既体现为企业的自主融资决策,又受制于资金供给方(不论是信贷市场还是资本市场、债权人或投资人)的要求;既属于公司内部的管理实践,又无法脱离外部的法律与监管环境。而且,上述多重视角在不同的历史时期、不同的经济制度下可能呈现出完全不同的内容,公司金融的学术研究对于这一实践领域的内在规律的认识与描述也处在不断深化的过程中。对公司及公司金融有一个大致的了解,为本书后续内容的学习做铺垫。

1.1.1 公司的定义及其分类

公司是企业的重要组织形式,是以营利为目的而设立的社团法人。公司具有三个基本特征:①公司是两人或数人为达到一定的经济目的,而共同进行活动的单位;②经营的目的在于盈利;③公司是法人,有一定的组织和独立的财产,并通过自己的代表行使权利和承担义务。

公司有无有限责任公司、有限责任公司、两合责任公司、股份有限责任公司、股份两合责任公司等形式。中国也建立了一批各式各样的公司,但中国的公司与西方国家的公司有着本质的区别。当前中国公司的状况是:从规模上讲,中国的公司既有全国性的、跨省市、跨行业的公司,也有乡、生产队的公司;从组织形式讲,既有联合性的公司,也有非联合性的公司;从所有制讲,既有全民所有的、集体所有的公司,也有国营与集体联营的、中外合资经营的公司;从承担责任的形式讲,既有有限责任公司,也有股份有限责任公司等。公司在集中分散资金,扩大企业规模,增强企业在市场上的竞争力方面,具有重要的组织和促进作用。

1. 无限责任公司

无限责任公司是一种全部由无限责任股东所组成的公司,也是公司组织中最接近传统合伙形式的公司类型。由两个以上负无限责任的股东出资组成,股东对公司债务承担连带无限清偿责任的企业法人。这种形式的公司具有以下特点:

①股东对公司承担无限责任。无限责任公司的股东不是仅以出资额而是以其出资额和全部个人财产对公司债务负责。当公司资产不足以清偿债权人债务时,股东要以其私人财产偿还债务,直至偿付完毕。

②股东承担连带偿债责任。全体股东共同对公司债务负责,而且每个股东都承担着偿付公司全部债务的责任。公司债权人有权向公司任一股东提出清偿债务的权利,直到债务全部清偿为止。

③是典型的人合公司。无限责任公司的股东都是自然人。公司的组建主要是基于股东之间的信任关系,公司的信用取决于股东个人的信用。股东一般直接参与公司的经营管理。股权的转让必须征得全体股东同意。

④公司应有两个以上股东。无限责任公司组织简单、商业保密性强、公司信用好,但股东承担的风险很大,公司规模也受到限制。英、美、法系国家认为无限责任公司仅仅是普通合伙的一种契约关系,因而不承认其为公司法人;大陆法系国家则一般将无限责任公司视为法人。这种公司在经济发达国家已不占重要地位。

无限责任公司相比于独资、合伙组织,虽然名义上也具有法人的地位,但是由于公司股东对于公司的债务必须负连带清偿的无限责任,因此完全是一种以人的信用为基础的人合公司;其次,公司的无限责任性质又决定了公司各股东均有执行公司业务的权利和义务,股东既是公司资本的所有者,又是公司的实际经营者,资本的所有与使用仍是合而为一的。

近代中国的无限责任公司一般来说大多规模较小,公司成立后的资本扩张也较为困难,这在当时无限责任公司的登记事例中可以找出许多,但是其中也有极为相左的例子。近代中国面粉、纺织行业规模最大,由无锡荣宗敬、荣德生兄弟等人创办的茂新、福新、申新公司,自20世纪初创办起,直到抗战胜利后的1946年,一直采用了无限责任公司的企业组织形式。

2. 有限责任公司

有限责任公司由法定数量的股东组成,股东对公司债务所负责任仅以其出资额为限,公司以其全部资产对其债务承担责任的公司。这种公司是世界普遍采用的公司形式之一,也是我国公司法所确认的主要组织形式之一。有限责任公司具有以下特征:

①设立简便。如法国规定,有限责任公司的成立可以由1人或2人发起,所有股份的金额在公司成立时缴足即可。

②不公开发行股票。其股东虽然也有各自的份额以及股份的权利证书,但此证(称为“股单”)是一种证明证券,不像股票那样属于有价证券,并且不能自由买卖。

③多为亲朋熟人间组成的小企业,股东人数不多。有的国家还对股东人数进行限制,如日本规定股东人数不得超过50人。我国公司法规定,该类公司股东须在2人以上50人以下。

④公司机构简单,管理较为灵便。法国和德国规定,公司业务由1个或2个董事管理,董事可以是股东或者非股东。我国公司法规定,股东人数较少和

规模较小的有限责任公司可以不设董事会和监事会,其中第五十一条和第五十二条分别规定,股东人数较少和规模较小的有限责任公司可以设1名执行董事,不设立董事会,执行董事可兼任公司经理,可以设1~2名监事。

⑤各国法律多规定其最低资本额。如日本规定不得少于10万日元。我国对有限责任公司最低注册资本额的具体规定为:以生产经营为主的公司,50万元人民币;以商品批发为主的公司,50万元人民币;以商业零售为主的公司,30万元人民币;科技开发、咨询、服务性公司,10万元人民币。特定行业的有限责任公司,其注册资本最低限额需高于上述限额的,由法律、行政法规另行规定。

由于有限责任公司既具有现代公司制度最基本的有限责任特点,同时设立条件也不如股份有限公司那么复杂、严格,又不必要像股份有限公司那样定期公开其营业报告等,这就有利于一些尚无条件登记为股份有限公司、但又想对外仅负有限责任的企业可以如愿以偿,注册为有限责任公司。

3. 股份有限公司

股份有限公司是指其全部资本分为等额股份,股东以其所持股份为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任的企业法人。股份有限公司作为典型的合资公司,具有以下特征:

①责任有限性。股份有限公司的股东以其所认购的股份对公司承担有限责任,公司以其全部资产对公司债务承担责任。

②公开性。公司法对股份有限公司的股东人数只有最低数量的要求而无最高数量的限制,允许公司向社会公众广泛发行股票以募集资金,这就决定了股份有限公司股份募集的公开性。同时,由于公司可以公开募集股份和股东可以自由转让股份,股东具有广泛性和不确定性。较大程度涉及社会公众利益,因此,公司的经营状况和财务状况必须向社会公开。

③股份转让具有自由性。股份有限公司是典型的合资公司,公司的组成是由于资本的结合而不是基于股东间的信任,股东关系较为松散,因此,股份可以依法自由转让,而不受其他股东的制约。

④股份具有等额性。股份是构成股份有限公司资本,表示股东权利义务的基本单位。为了便于股份的募集、流通转让以及股利的分派、表决权的行使,股份有限公司的资本划分为若干股份,每股金额均等。

⑤公司规模大。股份有限公司可以向社会公众公开发行股份以募集资本。股东人数众多,资金来源广泛,因此,公司资本雄厚,规模较大。各国公司法中对股份有限公司规定的最低资本限额均大大高于有限责任公司的最低资本限额。中国公司法对公司注册资本最低限额做了比有限责任公司注

册资本最低限额高若干倍的规定。

⑥所有权与经营权分离。一方面,股份有限公司股东人数众多、分散,而且不稳定,其所持有股份一般占公司资本的比例很小,股东购买股票的目的在于获得股利而不在于对公司经营管理的参与;另一方面,股份有限公司规模巨大,生产经营管理过程复杂,要求公司的经营管理者具有专门的技能和很高的管理水平。一般股东不便或难以胜任且不着意于公司的经营管理,而是授权于具有专门知识的管理专家。这就决定了股份有限公司较有限责任公司在所有权与经营权上具有更大的分离性。

股份有限公司的出现是近代社会经济生活中的一大制度创新。近代中国公司制度自形成以来,股份有限公司就成为占主流地位的公司类型。人们通常所说的公司,一般也常指股份有限公司而已。

股份有限公司由于实现了资本所有与资本使用的分离,从制度安排上看,一方面由于公司的所有者不一定就是公司的实际经营者,公司由此可以从社会上寻得最优秀、最合适的经营人员,实现公司经营发展的最优化;但另一方面,正因为公司的经营者可以并非是公司的所有者,如果公司经营失败,按照有限责任原则,无论是公司还是经营者本人所负的法律 responsibility 都远轻于无限责任公司,因此从理论上讲,如果缺乏有效的监督激励机制,经营者就有可能在经营过程中以权谋私,侵害公司及股东利益。所以,如何既尽可能地激励公司经营者的经营积极性,又对其实行有效的监督,成为股份有限公司制度安排中的最大难题。

4. 两合公司

两合公司是有限责任股东与无限责任股东共同组成的公司。它是有限责任公司和无限责任公司的中间形式。其中,无限责任股东对公司债务负无限连带责任,当公司破产清理时,若公司财产不足以抵偿债务,股东必须以自己的财产来清偿公司债务;有限责任股东只对公司债务负有限责任,即仅以向公司的投资额为清偿公司债务的最高额。因此,在经营中,无限责任股东冒有很大的风险,所以,他们一般要求在两合公司中占有主导地位,由他们自己管理公司,而有限责任股东则可以在每个财务年度结束时,查阅公司的资产负债表,并有权检查公司经营情况。

从表面上看,两合公司兼有无限责任公司与股份有限公司的双重优点,似乎应该有较强的生命力和较广泛的适用范围。但实际上,两合公司由于合“有限责任”与“无限责任”为一体,使得它的无限责任股东终究不能像无限责任公司的股东那样完全独断专行;而有限责任股东不仅对公司的经营毫无权



力,而且股本的流动性又远不如股份有限公司的有限责任股东;同时,两合公司组织复杂,形同无限责任公司的经营形态和财务责任又使得公司规模越大,无限责任股东所负的责任也越重,其经营风险在某种程度上甚至还高于无限责任公司,所有这一切都大大阻碍了两合公司的发展。两合公司有在创办之后随着企业的发展又改组成股份有限公司的。如脱胎于中华职业学校实习工场的中华铁工厂,1925年创办之初是股份两合公司。中华职业学校以原实习工场的存料、机器等的投资股份为有限责任性质,其他的出资者则为无限责任的股东。公司经营不久,因人才、资金缺乏,不得不吸收新股东加入,同时公司也正式改组为中华铁工厂股份有限公司。

1.1.2 公司金融学的定义及其研究内容

公司金融学是金融学的分支,是研究公司资金流动和运作规律的学科,用于考察公司如何有效地利用各种融资渠道获得最低成本的资金来源,以及如何最有效的配置公司资源来实现公司经营目标。

公司金融学主要研究企业的融资、投资、收益分配以及与之相关的问题。因为现代公司的生存和发展都离不开金融系统,所以公司金融学的研究对象不局限于企业内部。公司金融学注重研究企业与金融系统之间的关系,以综合运用各种形式的金融工具与方法,进行风险管理和价值创造。这是公司金融学的突出特点。就企业内部而言,公司金融学还涉及与公司融资、投资以及收益分配有关的公司治理结构方面的非财务性内容。

公司金融学研究的主要内容有以下五个方面:

1. 公司治理理论

利用信息经济学的理论来分析公司不同利益主体的决策行为,主要包括信号效应与代理成本理论,由此把公司金融学的研究拓展到公司治理结构的新领域。伯利(Berle)和米恩斯(Means)在其《现代公司与私有财产》一书中第一次明确提出了关于“所有权与控制权分离”的公司治理结构的概念,此后越来越多的学者从不同角度对公司治理理论进行了研究。

2. 公司融资理论

1958年由莫迪格利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)提出的MM理论,第一次把严格的经济学理论逻辑运用于公司融资与投资的决策分析之中,改变了传统的公司金融案例式的教学与研究,奠定了现代公司金融理论研究的基点。由此,公司金融学也得以逐步进化为具有内在逻辑一致性与预测能力相结合的一个现代学科。此后,公司金融学的大量文献集中于公司最佳资本结构是否存在

以及如何决定的问题。

3. 公司资本结构与资本成本理论

公司资本结构是指公司各种资本的构成及其比例关系,资本结构是公司筹资决策的核心问题。莫迪格利安尼和米勒运用无套利方法提出的 MM 理论标志着经典资本结构理论的诞生,是现代资本结构理论的基础。此后,在公司金融理论发展过程中,代理理论、信息不对称理论、均衡理论、产权理论、激励理论、组织理论、行为金融等的运用,大大拓展了资本结构研究的视野。资本成本指公司取得和运用资本所支付的代价或报酬。自 20 世纪 60 年代夏普(William F. Sharpe)等学者开发出资本资产定价模型(CAPM),资本成本理论被广泛应用于财务理论与实践的各个环节。计算资本成本是正确进行投资决策的一个重要条件。

4. 公司投资决策理论

投资是指经济主体为获得预期收益,将资金投入某种事业以增加资本或资产存量的经济行为。它是人类最基本的经济活动之一,与人类进步和社会发展有着密不可分的关系。凯恩斯革命以后,西方公司投资理论开始作为一个相对完整的体系,出现在西方经济学中。在这一时期,后凯恩斯学派、新凯恩斯学派、新古典学派对它的发展都做出了卓有成就的贡献。从研究内容来看,这一时期的投资理论继续沿着“宏观投资”和“微观投资”两个方向发展,并一改早期凯恩斯主义以“实物的宏观投资”研究为主的倾向,开始重视宏观投资理论微观基础的研究,发展出了多样化的动态投资模式。新古典投资理论的初期模型是由美国著名经济学家乔根森(D. W. Jorgenson)在 20 世纪 60 年代发展起来的。现代公司投资理论的正式形成以乔根森的著作《资本理论与投资行为》为标志,该文献中的理论冲出几十年来凯恩斯主义者对投资理论的研究框架,具有很多新古典特征:边际分析方法、市场完全竞争、生产要素相互替代可能等,其中把生产要素的相互替代与现值最大化的思想相结合。

5. 股利政策理论

股利政策是关于股份公司是否发放股利,发放多少以及何时发放股利等方面的政策,是现代公司理财活动的核心之一。狭义的股利政策包括股利发放比率如何确定。而广义的股利政策则包括股利宣布日的确定、股利发放比例的确定和股利发放时的资金筹集等问题。1961 年,米勒和莫迪格利安尼基于严格的完美市场假设提出股利无关论,在完美市场假设下,米勒和莫迪格利安尼证明了在一个公司的投资决策给定的情况下,其股利分配政策不会影响股票价格和股东的收益,公司价值或者股票价格完全由投资决策所决定的获利能力所影

响。MM 理论只是在一系列理想条件下得出的结论,与实际有很大距离。此后学者们逐渐放宽定理的假设条件,研究不完美市场中的股利政策问题,形成了众多的股利理论流派。

1.2 公司金融理论发展脉络

公司金融活动是公司信用活动和公司货币资金的融通。公司要创造价值,就必须利用从投资方筹集的资本,以超过资本成本的回报率(投资者要求的回报率)来创造未来现金流。学习公司金融理论,首先要了解公司金融研究的内容以及公司金融理论发展的脉络。

公司金融学的研究大致经历了三个阶段:第一个阶段是 MM 理论的产生,MM 理论的产生标志着经典资本结构的诞生,是传统公司金融理论的开始。MM 理论开创了资本结构理论研究的先河,为资本结构理论提供了研究参照系和理论起点,以后的大多数资本结构理论如优序融资理论、权衡理论、代理理论等都是围绕着 MM 理论的核心思想展开的;MM 理论使资本结构理论系统化,构筑了理论发展的基本框架;MM 理论采用了现代分析方法,如局部均衡、数理分析等,使对资本结构的研究成为一种科学的理论。第二个阶段则是契约经济学的兴起。由于 MM 理论的完美市场假设过于苛刻,且与现实差距过大,许多假设条件在现实生活中并不存在或无法实现,20 世纪 70 年代兴起了契约经济学,学者们逐步考虑了税收、破产成本、信息不对称等因素,进一步推动了公司金融学的研究。第三个阶段是行为金融理论的兴起。传统的公司金融理论虽然放宽了市场条件,但有效市场假说仍然是传统金融理论的核心,然而随着金融市场上各种异常现象的累积以及心理学等相关科学的发展,传统的“理性人”假定已经无法解释现实人的经济生活与行为,越来越多的研究人员开始尝试从实验心理的角度来研究经济行为问题,试图以此来修正传统理论的假设。在这种情况下,行为金融理论开始悄然兴起。

1.2.1 传统公司金融理论的发展过程

传统公司金融理论研究的起始阶段,主要体现在莫迪格利安尼和米勒的 MM 理论。其主要内容是:在完美、有效的市场和完全套利的假设下,公司的融资结构和股利政策不会影响公司的市场价值。

由于 MM 理论是基于市场完美的条件而推导出来的,所以考虑现实中那些

不完美因素对融资结构的影响,在 MM 理论的基础上,莫迪格利安尼和米勒放宽了完美市场中的公司所得税假设,提出了考虑公司所得税的模型,把公司所得税的影响引入原来的分析之中,认为由于税法对债务利息的优惠,公司会利用债务杠杆来提高公司的市场价值。依此理论的结果,可以得出企业的市场价值随债务的增加而增加,则最优的资本结构应为 100% 的债务。这显然与事实不符。

经济学家从破产成本的角度对此进行了分析。克鲁斯(Kraus)、利曾伯格(Litzenberger)和斯科特(Scott)等提出了债务融资不仅带来避税收益,而且还会由于债务增加会引起公司破产的风险和成本上升,从而公司的融资决策应该权衡收益和成本。

研究的第二阶段,集中在放松完美市场的假设上。学者们逐步考虑了税收、破产成本、信息不对称等因素,20 世纪 70 年代后期,契约经济学的兴起发展了资本结构理论,即信息不对称、代理成本对企业融资结构的影响。主要思想是由于信息不对称和委托代理引起的问题,企业在经营决策过程中会出现道德风险和逆向选择,即产生代理成本,使企业的价值降低。这些代理成本可以通过选择适当的融资结构来限制和降低。因此,融资结构决策对企业的代理成本和企业价值都有重要影响,而并非像 MM 理论所说的无关。金融学家逐步认识到每一种证券都是一种权利,企业发行特定形式的证券,目的在于解决内部因权利纠纷引发的利益矛盾,如果要理解金融市场上的证券供给行为,必须从公司治理角度(也就是契约)进行深入剖析。由于这些理论都是基于证券所内含的契约关系,后来这些研究被统称为金融契约理论。在这些理论模型的基础上人们才有可能更好地理解复杂的金融现象,金融契约理论的早期模型是詹森-麦克林(Jensen-Meckling)模型。

詹森-麦克林模型指出企业的最优资本结构是在给定内部资金一定时,使股权融资成本和债务融资的代理成本二者之和最小水平得以体现。但是詹森-麦克林模型仍存在一定缺陷,该模型仅仅强调了监督和约束活动,并没有提出降低代理成本的切实可行的机制。1990 年,哈里斯(Harris)和拉维夫(Raviv)在此基础上提出了债务缓和模型,该模型指出,当企业经营不佳时,清算对股东更为有利,但经营者希望继续企业当前的运营,股东往往无法直接通过契约的方式消除这种风险,而债务融资则赋予债权人在企业现金流量不佳时强迫企业停止清算的权利,从而缓和这一矛盾。与债务缓和模型不同的是,声誉模型以债权代理成本为研究重点,通过声誉这种市场调节机制以低成本解决股东与债权人之间的冲突。